

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 5,97% e 2,05% no mês e 30,24% e 10,72% no ano, respectivamente.

O resultado positivo no mês é majoritariamente explicado pelos ganhos nas posições *core* compradas em petróleo e ouro. As posições vendidas em dólar contra o real e o dólar australiano e em ações internacionais também contribuíram positivamente.

O resultado no ano foi bastante diversificado, com contribuições positivas em todas as linhas. O segmento internacional foi responsável pela maior parte do resultado do fundo, especialmente em *commodities* e renda variável.

Antes de mais nada, gostaríamos de agradecer a parceria e a confiança dos nossos clientes e amigos em 2020. Acima de tudo, desejamos os mais sinceros votos de saúde e prosperidade no que ano que se inicia.

2020 foi um excelente teste de resiliência do nosso modelo de gestão, focado em posições de longo prazo e na busca por *hedges* eficientes, uma vez que entramos o ano comprados em petróleo, ativo extremamente afetado pela pandemia e ainda uma posição *core* do nosso portfólio. O dia 20 de abril, quando o primeiro contrato futuro de petróleo ficou negativo, ainda está fresco em nossas memórias. A decisão da OPEC de romper o acordo em março foi efetivamente o nosso *black swan*.

No lado empresarial, também foi um ano de avanços significativos na Vista Capital. Importantes sócios se juntaram ao time - Alexandre Maia, Arthur Braga, Miguel Galvão e Persio Arida - e mais do que dobramos o montante de recursos sob gestão. Novamente agradecemos a confiança dos nossos clientes nessa caminhada.

Pretendemos, nesta carta, evitar fazer uma retrospectiva do ano vivido intensamente por todos, e sim olhar para o futuro, tão promissor quanto desafiador para a gestão de recursos.

Muito se diz sobre as mudanças que a pandemia trouxe ao universo de trabalho das pessoas e ao seu padrão de consumo, com as tendências de aceleração *do e-commerce* e a disseminação do *home-office*. Nosso maior interesse, no entanto, é nas mudanças mais perenes no universo da política econômica, boa parte delas iniciadas antes e apenas reforçada pela pandemia.

Uma parte importante do que vamos analisar adiante foi compartilhada ao longo dos últimos meses e anos nas nossas cartas, com reflexões de natureza probabilística e não determinística. Ou seja, temos ainda um cenário em construção, com algumas ramificações em aberto, mas inegavelmente vivemos tempos interessantes e desafiadores.

* * *

“We are a long way from neutral” Powell (2018)

“We thought carefully about how to normalize policy and came to the view that we would effectively have the balance sheet run off on automatic pilot” Powell (2018)

Essas duas frases marcaram a tentativa frustrada de normalização da política monetária nos EUA em 2018. Dez anos de crescimento econômico, desemprego abaixo de 4% e a expansão fiscal do governo Trump indicavam a necessidade da continuidade do aperto monetário, pelo menos na régua então vigente no FED. As estimativas de que o juro real neutro era positivo e não muito distante de 1% também davam conforto ao FED para buscar uma postura menos acomodatória.

O forte aperto das condições financeiras no final de 2018 mostrou algumas limitações da política monetária. Em algumas cartas em 2018 e 2019, discutimos temas como a mudança do R^* (juro neutro) e a maior sensibilidade de um sistema alavancado a mudanças na política monetária, pontos que restringiram o alcance da estratégia do FED em curso até então.

Revertido o aperto monetário de 2018 já em 2019, o FED mergulhou nas discussões sobre um novo *framework* de política monetária, tendo apresentado as novas diretrizes desse arcabouço apenas em setembro deste ano. Discutimos amplamente em

cartas anteriores as consequências sobre os preços dos ativos da nova função de reação do FED, explicitamente mais propensa a explorar os limites do pleno emprego e a tolerar inflação acima de 2% por um período prolongado.

De toda forma, apesar de quase dois anos de debate em torno desse novo regime, entendemos que o consenso de mercado discorda, em parte, do nosso cenário. O debate recorrente de quando o FED deve iniciar a normalização da política monetária se faz mais presente do que imaginávamos. Considerando o longo histórico do banco central dos EUA de não entregar a inflação de 2% e das possíveis inconsistências temporais no instrumento de *forward guidance*, entendemos parte do ceticismo do mercado. Algumas mensagens recentes de membros do FED só reforçam essa dúvida.

O *taper tantrum* também parece fresco na memória dos investidores. Afinal, em setembro de 2012 o FED implementava o que foi conhecido como o *QE infinity*, as taxas de juros reais atingiam mínimas históricas no primeiro trimestre de 2013 e, logo depois, o FED anunciava a intenção de reduzir o ritmo de compras dos ativos.

As repercussões do *tantrum* sobre a curva de juros foram muito significativas e, no nosso entendimento, fornecem lições importantes para o FED de hoje e a consolidação do seu novo regime, que passam por uma gestão muito cautelosa do atual programa de *quantitative easing*:

“What we’ve done is, we’ve laid out a path whereby we’re going to keep monetary policy highly accommodative for a long time, really until—really until we reach very close to our goals, which is not, you know, not really the way it’s been done in the past. So that’s, that’s providing significant support for the economy now”

(Jerome Powell, 2020)

Como abordamos na última carta, o grande teste de robustez do novo *framework* do FED acontecerá quando métricas de pleno emprego e de inflação indicarem a necessidade de aperto monetário, pelo menos sob a perspectiva de ciclos anteriores, e o banco central americano não sancionar essa expectativa, o que é o nosso cenário base.

Acreditamos então que, mesmo com inevitáveis pressões na direção contrária, o FED será firme com o novo *framework* e sinais de sobreaquecimento da economia serão bem vindos. Mesmo que reduções no ritmo de compra de ativos aconteçam, ao contrário do passado, serão reativas e não proativas, ou seja, condicionais a uma melhora importante do cenário.

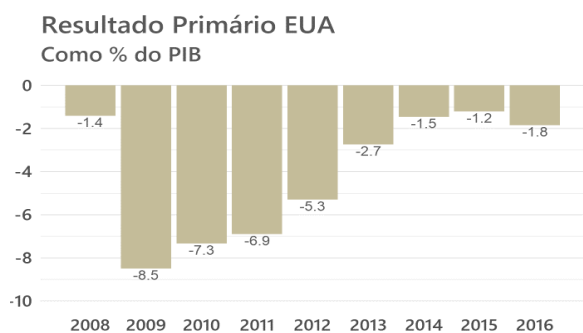
Consolidaremos assim o cenário amplamente discutido nas cartas de 2020, onde o ambiente de juros reais persistentemente negativos, ajudado pelo aumento gradual das expectativas de inflação, produz efeitos relevantes sobre os preços dos ativos.

* * *

Se na política monetária a pandemia acelerou uma discussão já existente, na política fiscal os efeitos foram mais marcantes. Nos EUA, a eficácia dos programas de transferência de renda, implementados em vários países ao longo de 2020, reforça a tese de que tais instrumentos serão usados na tentativa de alongar os ciclos econômicos.

Se dermos um passo atrás e voltarmos ao que era a política econômica *mainstream* dos anos 90 e da primeira década do século corrente, alguns conceitos eram bastante enraizados no entendimento das políticas fiscal e monetária, em especial nos países desenvolvidos - os bancos centrais seriam independentes e perseguiriam uma inflação baixa e estável, ainda sob a sombra do susto inflacionário dos anos 70; a política fiscal deveria ser consistente com uma trajetória declinante ou estável da razão dívida/PIB. Ao longo do governo Clinton, por exemplo, os anos de forte crescimento e austeridade fiscal trouxeram o debate de quando acabaria a dívida pública nos EUA.

Ainda nos EUA, embora a política fiscal tenha ficado acomodática nos trimestres seguintes ao estouro da crise financeira de 2008, o debate rapidamente mudou para a necessidade de consolidação fiscal. A era Obama, portanto, foi em boa parte marcada por uma política fiscal contracionista, o que sobrecarregou excessivamente a política monetária.



Fonte: Congressional Budget Office e Vista Capital

O aperto fiscal na primeira metade da última década, presente tanto nos EUA quanto em várias outras economias avançadas, é hoje percebido como um equívoco de política econômica e que ajudou a perpetuar a lenta recuperação do pós-2008:

“The mistake came later in 2010, 2011 and so on, and that was true on both sides of the Atlantic. The first lesson is to make sure governments are not tightening in the one to two years following the trough of GDP.”

(Laurence Boone, economista-chefe da OECD, 2021)

Da mesma forma que entendemos que 2018 foi o momento em que o FED e outros bancos centrais aceitaram que o juro neutro era de fato bem mais baixo, 2020 foi o ano onde os limites percebidos da política fiscal foram ampliados, em particular nas economias avançadas.

Em 2019, alguns dos principais economistas ocidentais já ensaiavam uma nova abordagem para a política fiscal:

“Aggregate demand may remain chronically low, implying sustained low neutral rates. The zero lower bound may be fiscal policy help, and a more dramatic redistribution of roles from monetary to fiscal policy.”

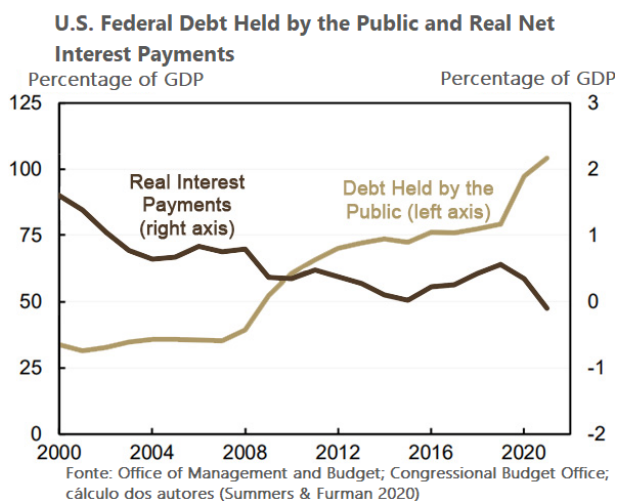
(Summers & Blanchard, 2019)

Mais recentemente, um debate entre os principais economistas de dois *think tanks* americanos foi na mesma direção:

“Low interest rates also create numerous opportunities. They expand the scope for expansionary fiscal policy, make the debt more sustainable and increase the scope of public investments that will pay for themselves over time. Whether the era of low interest rates becomes a time of more prolonged and severe recessions and greater financial market bubbles or instead becomes an opportunity for public investment and stronger economic growth depends on macroeconomic policy decisions.”

(Summers & Furman, 2020)

O novo *mainstream* questiona inclusive o conceito de dívida/PIB, afinal por que comparar estoque com um fluxo? A capacidade de rolagem da dívida, medida pelo custo da carga de pagamentos de juros reais, acabaria sendo a melhor métrica da sustentabilidade do endividamento (ver gráfico abaixo – Summers & Furman, 2020).



De alguma forma, estamos de volta ao cenário do pós-guerra, onde havia uma maior simbiose entre bancos centrais e tesouros e a repressão financeira possibilitava o carregamento de dívidas mais altas.

Na mesma linha, tem aumentado o debate do FED ter uma presença mais permanente no mercado de dívida pública, mantendo um balanço muito mais alto do que se imaginava há alguns anos:

“The sheer size of the treasury market may have outpaced the private market’s ability to absorb any stress. Open question if the treasury market so large FED support mandatory” (Randal Quarles, 2020).

Esse caminho ainda gera muitos debates e as implicações inflacionárias de médio prazo desse novo mix de política econômica não devem ser subestimadas.

A vitória democrata na Geórgia nos coloca a frente de uma possível virada mais permanente no regime fiscal, além de um foco maior nas políticas de redução de desigualdades e nas reivindicações das assim chamadas minorias, temas que abordaremos em seguida.

* * *

“It’s the economy, stupid” (Carville 1992)

A frase acima reverberou na maior parte das campanhas políticas das últimas décadas. Afinal, a economia deveria definir as eleições, seja por um caminho mais à direita ou mais à esquerda. Ainda sob a sombra da Guerra Fria, muito do antagonismo político se dava sob o mantra da disputa entre o capital e o trabalho.

Margaret Thatcher, a dama de ferro britânica, apesar de conservadora nos costumes, teve seus grandes embates contra movimentos grevistas, na defesa da propriedade privada e do Estado mínimo. No Brasil, o Partido dos Trabalhadores, nascido nas entranhas do sindicalismo, representava explicitamente a luta de classes. Após anos de evidências empíricas do fracasso do modelo socialista, somado a uma das maiores expansões econômicas da história, a esquerda tradicional perdeu espaço.

O crescimento do setor de serviços sobre o industrial, o estímulo ao empreendedorismo e até a tendência de trabalho remoto ajudam a reduzir as fronteiras entre capital e trabalho. A nova esquerda, concentrada em grandes centros urbanos, aceita em parte a agenda capitalista e tem renda superior à média. No Brasil, esse fenômeno fica claro com a ascensão do PSOL em São Paulo sobre o PT.

Temas como desigualdade social, discriminação social, racial ou de gênero, proteção ao meio ambiente, entre outros, ganham espaço e não há qualquer razão para imaginar um recuo. Nessa seara, há uma coincidência entre os discursos das forças de centro e de esquerda:

"Talvez o maior problema do país seja a desigualdade. Existe uma relação entre a prosperidade econômica e o bem-estar geral, mas é enganoso crer que basta a economia crescer para as questões sociais se resolverem."

(Fernando Henrique Cardoso, 2021)

A agenda de privatizações no Brasil, por exemplo, continua esbarrando em dificuldades em Brasília, mas não há mais uma forte pressão popular contrária. Onde estão aqueles que protestavam nas ruas na década de 90? Parecem ter sido substituídos por protestos associados à agenda das minorias.

No tabuleiro político do Brasil, a situação mostra-se ainda mais complexa. O interior do Nordeste, por exemplo, antiga fortaleza do PT, é hoje uma força

política do Presidente na esteira do auxílio emergencial. A confusão, ainda não amplamente discutida, é tamanha que podemos ter uma eleição em 2022 onde os mais pobres votam com a direita e os mais ricos votam nas forças de centro ou de esquerda.

Neste novo arcabouço, acreditamos que a eleição de Joe Biden foi a redenção do centrismo econômico e social. Ventos semelhantes foram vistos nas eleições municipais brasileiras e parecem se repetir na disputa pelo controle da Câmara dos Deputados, com a disputa entre o centro e a esquerda contra os partidos de centro-direita e de direita.

A possível repetição dessa disputa em 2022 pode ter efeitos relevantes sobre os preços de mercado. Mais importante que os atores políticos em questão, é possível que os discursos mais populistas no *front* econômico não atraiam os holofotes da disputa eleitoral. Apesar das mudanças políticas profundas observadas, as dúvidas ainda superam as certezas para 2022 e não é o nosso objetivo antecipar tal discussão.

Por outro lado, não podemos esquecer que mudanças importantes na sociedade influenciam de forma relevante as políticas públicas e seus formuladores. Se a pauta social da vez é a redução da desigualdade, não seriam as políticas monetárias e fiscais contemporâneas dos países mais ricos, discutidas anteriormente, importantes reflexos dessas demandas?

“A tight job market is probably the best single thing that the Fed can do to support gains by all low- and moderate-income communities, and particularly for minority communities that are heavily representative in those groups.”

(Jerome Powell, 2020)

O FED parece acreditar implicitamente, portanto, que um mercado de trabalho sobreaquecido provocará uma redistribuição bem sucedida de renda do capital para o trabalho.

A bandeira de redução de desigualdades também é bastante evidente na plataforma do governo eleito Biden. Além do conforto com a manutenção de déficits fiscais elevados, há uma ênfase em impostos progressivos e no aumento da sindicalização.

* * *

Sabemos, no entanto, que não há almoço grátis. No lado fiscal, a forma mais convencional de reduzir desigualdade seria uma taxa mais progressiva, inclusive para financiar programas de transferência de renda. A maneira escolhida, majoritariamente, é de financiar tais programas com o aumento da dívida pública.

Os livros-texto de economia diriam que isso seria inócuo. Um aumento sequencial da dívida traria um processo inflacionário, punitivo aos mais pobres, e terminaria numa situação pior que a anterior. A *Grande Sociedade* de Lyndon Johnson, que tinha como objetivo a eliminação da pobreza e da injustiça

racial, culminou anos mais tarde no choque de juros de Paul Volcker.

Os tempos atuais são diferentes e estranhos. A inflação de bens e serviços, outrora afetada de forma mais direta por expansões fiscais exageradas, continua fortemente sob controle. Os motivos, além do alcance desta carta, passam pelas mudanças tecnológicas, demográficas e pelo longo período de independência dos bancos centrais.

Do outro lado, a inflação de ativos continua a sua marcha de forma insistente. Imóveis, ações e commodities continuam valorizando de forma significativa em plena pandemia. Mais recentemente, observamos o fenômeno *bitcoin* entrando nessa lista. Ativos finitos e escassos continuam a ganhar valor.

Olhando de outra forma, se as expansões fiscais contínuas demoram a gerar inflação, por que não dobrar a aposta? Afinal, é justamente isso que prega o arcabouço *MMT* - o único constrangimento para a expansão fiscal em economias como a norte-americana seria a utilização plena dos fatores produtivos e as pressões inflacionárias daí decorrentes.

No entanto, não existe almoço grátis. Se os limites da expansão da dívida pública são alargados, quem paga a conta é o detentor do dinheiro ou, mais precisamente, quem financia os governos tendo uma remuneração real negativa.

"I keep being asked: You say we may not need to increase taxes to pay for the additional debt. How can this be? Who will pay? The answer: Investors, who are willing to accept a negative rate."

(Blanchard, 2020)

Voltemos ao início. Não vamos tributar diretamente o detentor do capital para financiar a dívida, mas o valor real desse capital será reduzido, ao longo dos anos, por alguma versão de repressão financeira. Trata-se, portanto, de um imposto disfarçado.

O *rentier* é o grande perdedor desse novo arcabouço.

Sob a luz da teoria, poderíamos dizer que esse imposto não vai funcionar. Os agentes vão perceber que o dinheiro em caixa está sendo tributado e correrão em massa para os ativos financeiros e reais.

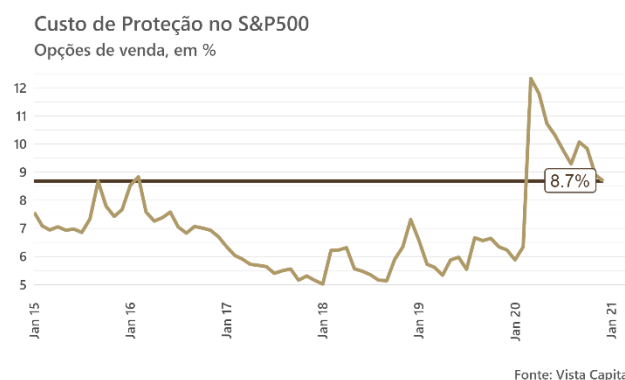
A realidade é mais dura que a teoria.

Em primeiro lugar, se faz necessário considerar os perfis de risco. Parece muito improvável que, na média, os agentes busquem alocar todo o patrimônio em ativos.

Ademais, os *hedges* ficaram mais caros nesse ambiente de repressão financeira. Se comprar *bonds* não é mais uma proteção nos atuais níveis de taxa, sobram apenas opções como um veículo de *hedge*. E, assim como seguradoras e resseguradoras aumentam os prêmios após grandes sinistros, observamos o mesmo fenômeno no mercado de seguros financeiros. Os investidores, na ausência de

alternativas viáveis, são obrigados a pagar altos prêmios na busca do gerenciamento ótimo do risco.

Como evidência do fenômeno acima, o gráfico abaixo ilustra o custo de proteção em ações listadas em bolsas americanas, onde há demanda sistemática de proteção. Nota-se que o custo desta proteção está em níveis elevados, aproximadamente 9% ao ano no S&P500 ou 30% mais caro que a média dos anos anteriores.



Vale destacar também que, por métricas tradicionais, seria o momento de reduzir a alocação. E aqui reforçamos a nossa prioridade de pautar o controle de risco por stress e não por métricas como VaR. Dado o aumento da volatilidade do mercado, para a mesma variância do portfólio, a posição deveria ser menor do que outrora.

De um lado, o atual ambiente estimula o investidor a manter a alocação de risco muito elevada. Do outro lado, a escassa disponibilidade de *hedges* e a alta volatilidade estimulam uma maior posição de caixa.

Restam três opções ao investidor: **(i)** estar bastante alocado com poucos ou nenhum *hedge*; **(ii)** estar bastante alocado e com alguns *hedges* caros; e **(iii)** não estar suficientemente alocado e ter o caixa sendo remunerado a uma taxa negativa. Nenhuma solução parece ótima.

À luz dessa dificuldade, convidamos os nossos clientes a participar da discussão do que consideramos ser o paradoxo da gestão.

A proteção adequada é estar pouco alocado ou muito alocado?

* * *

Observamos, então, um cenário extremamente benigno para alocação de recursos pelas razões que discutimos ao longo da carta. Porém, a necessidade de alocar para fazer frente ao imposto sobre o *rentier*, em um ambiente mais volátil, traz desafios à gestão de portfólio.

Os fundos continuam trabalhando com uma alta exposição, embora com *hedges* menos diretos do que em outros momentos.

O maior risco desse cenário benigno para os mercados é um aumento acima do esperado da inflação. Neste caso, nossa posição direcional comprada no *risco petróleo*, um ativo que tende a performar bem em ambientes inflacionários, é percebida como um *hedge*. Um racional que também

vale para o *risco ouro*. A vulnerabilidade atual do portfólio é, portanto, um choque deflacionário.

No curto prazo, estaremos particularmente atentos à queda de braço entre a velocidade de vacinação observada nos países e a maior transmissão do vírus, explicada tanto pelo relaxamento da sociedade quanto por novas cepas ou variações do vírus.

Teremos um 2021 com muitas oportunidades, mas certamente com novos desafios dessa aventura global, onde princípios da gestão da política econômica enraizados há décadas são colocados de lado e convicções fortes são testadas. Na nossa avaliação, a gestão de portfólio ativa será de extrema importância para enfrentar com êxito um novo regime de volatilidade dos mercados.

De toda forma, estamos à disposição para maiores esclarecimentos e novamente agradecemos a parceria e confiança.

Um ótimo e saudável ano para todos.

Vista Capital